

Weekly FX Market Focus

尾河 真樹
 ドル: 加速するインフレとFOMCの注目点
 森本 淳太郎
 欧州通貨: タカ派のECB理事会でも売られるユーロ
 石川 久美子
 ブラジルレアル: 「利上げ局面終了」へ向けたメッセージはあるか

加速するインフレとFOMCの注目点

ソニーフィナンシャルグループ(株)
 金融市場調査部長 チーフアナリスト

尾河 真樹

15日のFOMCが今週の焦点。5月の米CPIで40年ぶりとなる物価上昇率が確認されただけに、FOMCメンバーが更にタカ派に傾斜する可能性もあり、ドットチャートに注目が集まる。17日の黒田総裁の定例記者会見も注目されよう。

今週のドル円予想レンジ

132.80-135.80円

先週のドル円は続伸。週間ベースの値幅も約4円と、ハイペースの上昇となった。クロス円が全般的に上昇するなど、引き続き円が軟調に推移した一方で、ドルも上昇した。金曜日に発表された5月の米消費者物価指数(CPI)は前年比8.6%と、前月の同8.3%を上回り、約40年ぶりの高水準となった。ガソリン価格が過去最高になったほか、賃金の上昇や家賃の上昇によりサービス価格が上昇したことも響いた(図表1)。また、食品とエネルギーを除くコア指数も前年比6.0%と、前月の同6.2%は下回ったものの市場予想の同5.9%は上回るなど、インフレが依然高水準で推移していることが示された。また、同日発表されたミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)は50.2と、過去最低を更新。ガソリン価格の上昇など、インフレの加速によって消費者マインドが悪化していることが明らかとなった。こうしたなか、米連邦準備理事会(FRB)が利上げを急ぐのではないかと懸念が広がり、米株価は続落。NYダウは週間ベースで1639ドルの大幅安。一方、米長期金利は上昇し、10年債利回りは3.1%台を付ける展開となった。

■今週の注目材料(いずれも現地時間)

- 【英】6月13日: 4月GDP、4月鉱工業生産、4月貿易収支
- 【独】6月14日: 6月ZEW景況感調査
- 【米】6月14日: 5月生産者物価指数
- 【豪】6月15日: 6月Westpac消費者信頼感指数
- 【中】6月15日: 5月小売売上高、5月鉱工業生産
- 【欧】6月15日: 4月貿易収支
- 【米】6月15日: 5月小売売上高、6月NY連銀製造業指数、FRB・金融政策発表
- 【ブラジル】6月15日: ブラジル中銀・金融政策発表
- 【NZ】6月16日: 1-3月期GDP
- 【日】6月16日: 5月貿易統計(通関ベース)
- 【豪】6月16日: 5月雇用統計
- 【英】6月16日: BOE・金融政策発表
- 【米】6月16日: 5月住宅着工件数、6月フィラデルフィア連銀製造業景気指数
- 【日】6月17日: 日銀・金融政策発表
- 【英】6月17日: 5月小売売上高
- 【欧】6月17日: 5月消費者物価指数(改定値)

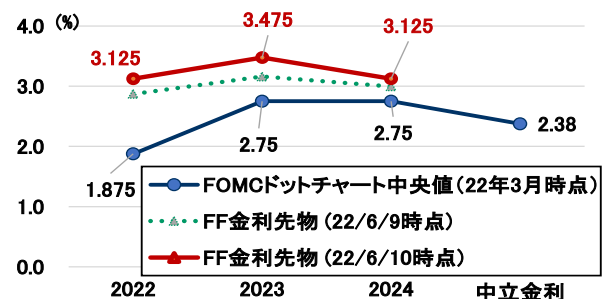
今週は、米連邦公開市場委員会(FOMC)が最大の焦点だ。前回のFOMCで、パウエル議長が今後2回の会合での50Bpsの利上げを示唆したこともあり、市場では50Bpsの利上げ決定がコンセンサスとなっている。しかし、米CPIが予想外に強かったことを受けて、一部では75Bpsの利上げを見込む動きも現れているようだ。FF金利先物を見ると、CPI公表後に政策金利の予想が前日から全体的に上昇していることがわかる(図表2)。当社も6月は50Bpsの利上げを予想しているが、仮に75Bpsの利上げとなった場合には、今後も高インフレとハイペースの利上げが続くとの懸念から、市場が一気にリスクオフに傾く可能性もあるため要注意だ。もう一つの注目点はFOMCメンバーによる政策金利見直し(ドットチャート)だ。メンバーの予想の分布が3月時点の予想からどの程度上方修正されるか注目したい。仮にドットの中央値が足下の市場予想を上回るようであれば、市場のセンチメント悪化に繋がるだろう。さらに、FOMCメンバーによる経済見通しでは、インフレ率の予想が3月時点からどう変化するかも見どころだ。3月時点の予想では、コアPCEデフレーターが22年末に4.1%まで低下する見通しとなっていたが、さすがにこの予想は楽観的であり、おそらく大きく引き上げられるのではないかと懸念されている。さらには、パウエル議長の記者会見で、9月以降の利上げペースをどう考えているかなど、何等かのヒントが示されるかもしれない。一方、金曜日には日銀も金融政策を発表する。今回は政策の変更はない見通しだが、円安が一段と進むなかで、黒田総裁の記者会見では、改めて円安に対する見解が求められる公算が大きい。緩和維持を強調すれば、FOMCの2日後のタイミングだけに、日米金融政策の格差が再び着目されドル円の一段の上昇を促す可能性もある。

■図表1: ガソリン価格



出所: Bloomberg, SFGI

■図表2: ドットチャート中央値と、市場の政策金利見直し



出所: FRB, SFGI

ECB理事会は9月50bpの利上げを示唆するタカ派的な内容だったが、大幅に下方修正された経済予測を受けてユーロは売りが優勢に。独伊スプレッドの拡大も懸念材料だ。BOEはガイダンスの変更に注目。修正されれば更なるポンド安も。

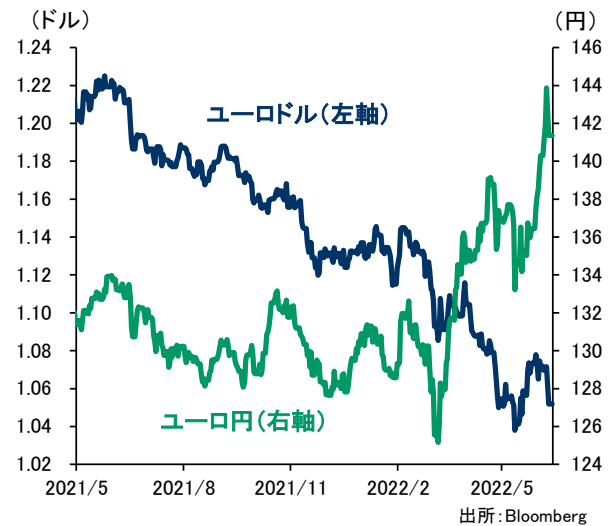
今週のユーロ円予想レンジ
137.00-144.00円

【ユーロ】先週のユーロは対ドルで下落、対円でも上昇後反落する展開となった。注目度の高かった欧州中銀(ECB)理事会では、7月1日の資産購入プログラム(APP)の終了や7月の25bpの利上げが表明されたほか、9月の50bpの利上げの可能性も示唆された。歯止めの掛からないインフレを受け、これまで「米国とは状況が異なる」と慎重姿勢を維持してきたECBも、なりふり構わず引き締め方向に動き始めた様子が鮮明となった。タカ派的な声明文を受けて発表直後のユーロは上昇したが、長続きせず、その後は急落。ユーロ買いの材料出尽くし感が見られたことに加え、最新のマクロ経済予測が大幅に下方修正されたことも嫌気された(図表2)。今回の予測では、標準シナリオに加え、ウクライナ危機の悪化によるユーロ圏へのエネルギー供給の途絶などを想定した「ダウンサイドシナリオ」を公表(今回は「悪化」「深刻」シナリオが用意されていた)。これによれば、2023年の実質GDP成長率は▲1.7%まで落ち込む見込みで、3月に示された「深刻シナリオ」の+2.3%を大幅に下回る。

今回大きくタカ派方向に動き出したECBだが、選択性(optionality)、データ重視(data-dependence)、漸進性(gradualism)、柔軟性(flexibility)を維持する方針は継続された。ラガルド総裁の記者会見では、なるべく不要な憶測を惹起したくないという思惑が強く感じられ、「朗読の練習はしたくないのですが」と断りつつ声明文を読み上げる形で記者の質問に答える姿は印象的だった。また、今回の記者会見ではユーロ圏内における「分断(fragmentation)」に関する質問も相次いだ。ECBの利上げへの思惑からドイツの10年債利回りは1.4%台まで上昇しているが、財政リスクを抱える周辺国の国債利回りはそれ以上のペースで上昇。独伊スプレッドはイタリアの政治不安が台頭した2018年やコロナショックに近づく水準まで拡大している(図表3)。この周辺国との分断に関しては、既存のパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の再投資の柔軟性や、必要に応じて新たな措置の導入で対応するとの方針が総裁から示されたが、説得力は低い。ECBのタカ派化を受け、市場では来年5月までに預金ファシリティ金利が1.7%まで引き上げられることが予想されているが、周辺国への配慮から利上げが早々に打ち止めとなる可能性も十分考えられるだろう。7月25bp、9月50bpの利上げも完全に織り込み済みで、利上げ期待の高まりによるユーロ高は今後は期待できない。

【ポンド】円全面安の裏でポンド円は堅調地合いである一方、ポンドドルは方向感の出難い展開が続いている。今週は16日に英中銀(BOE)が金融政策委員会(MPC)を開催する。インフレ高進が深刻化中、今回も25bpの利上げが決定される公算が大きい。前回MPCでは9人中3人のメンバーが50bpの利上げを支持したが、今回の分布に注目だ。だが、英国経済への先行き不透明感が強い中、一部のメンバーがタカ派的な主張をしたとしても、ポンド買いが強まる可能性は低い。むしろ据え置きを主張するメンバーが出た場合のポンド売りに注意したい。また、「今後数カ月である程度の追加引き締めが依然として適切かもしれない」とのガイダンスに変更があるかにも注目だ。前回MPCでは、経済活動の下押しリスクとインフレを巡るリスクは均衡していることから、一部メンバーがこのガイダンスに反対していた。次で5回目となる利上げの「息切れ」が意識されれば、市場の過剰な織り込みは後退し、ポンドは急落しよう。

■ 図表1: ユーロチャート(日足)



■ 図表2: ECBスタッフ マクロ経済予測(2022/6時点)

(前年比(%))

	今回見通し(2022/6)			前回見通し(2022/3)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
実質GDP(標準)	2.8	2.1	2.1	3.7	2.8	1.6
実質GDP(ダウンサイド)	1.3	-1.7	3.0	2.5 2.3	2.7 2.3	2.1 1.9
HICP(標準)	6.8	3.5	2.1	5.1	2.1	1.9
HICP(ダウンサイド)	8.0	6.4	1.9	5.9 7.1	2.0 2.7	1.6 1.9

注: 3月は2種類のダウンサイドシナリオあり 出所: ECB, Bloomberg

■ 図表3: 独伊10年債スプレッド



注: 伊10年債利回り-独10年債利回り 出所: Bloomberg

「利上げ局面終了」へ向けたメッセージはあるか

ブラジルレアルは足下、対円、対ドルで動きに差が出るなど、レアル主体の相場ではない。ただ、今週の中銀発表には注目だ。ただ、多少レアル高に振れることがあっても、大統領選に向けた不安から中期的にレアルの上値は重い公算。

今週のブラジルレアル円予想レンジ

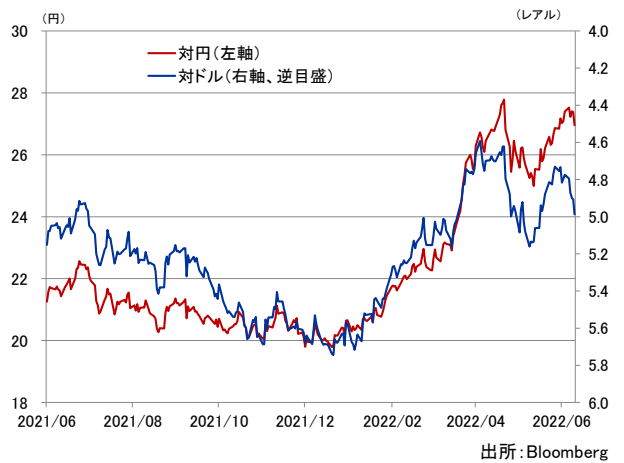
26.00-28.00円

ブラジルレアルは2月から4月始めにかけては、ウクライナ危機に伴うコモディティ価格の上昇と「ロシア・ウクライナとの経済的関係が薄い」という点を好意的に受け止められる中で上昇。その後、最大貿易相手国・中国の景気減速懸念を受けて売り優勢に転じたが、それも一服すると再浮上した。ただ、足下では米国の金利先高観を背景とする米ドル高によってドルレアルが再び軟化している一方、日銀の金融緩和策の長期維持観測を背景とする円安の影響でブラジルレアル円が上昇するなど、米ドルや円主体の動きとなっている(図表1)。他の新興国通貨に関しても同様の動きが見られており、目先、対ドルについては米連邦公開市場委員会(FOMC)、対円に関しては金融市場全体のリスクセンチメント及び政府・日銀からのメッセージ次第の展開となる公算。とはいえ、ブラジル中銀は15日(日本時間16日6時30分)に金融政策を発表する予定であり、こちらの内容は相場に影響する可能性があるため要注意だ。

前回5月3-4日に行われた金融政策委員会(COPOM)で、ブラジル中銀は政策金利を100bp引き上げて12.75%とした(図表2)。4月の消費者物価指数は前年比12.13%と一段と加速していたが、この利上げによって一旦マイナスに戻っていた実質金利はプラスサイドに切り返した。10日に発表された議事要旨では、ブラジル中銀は6月COPOMでの利上げ幅が5月の利上げ幅よりも狭くなる可能性を予告。足下の利上げサイクルについては「非常に激しく、かつタイムリー(quite intense and timely)」であり、金融政策の効果発現にかかる時間については「ラグにより、予想される引き締め効果とこれがインフレに与える影響の多くはまだ観察されていない」との文言が見られた。ブラジル中銀の認識として、すでに金融引き締めは適切に進んでおり、時間がたてばインフレ抑制効果が発現すると予想するならば、利上げ局面の終了もまた視野に入ってきているものと考えられる。9日に発表された5月消費者物価指数が前年比+11.73%と、市場予想(+11.88%)以上に伸びが鈍化していたことも、利上げ局面終了が近いのではないかと、との観測に拍車をかけた。ただ、これまでのところ、利上げ終了がいつになるのかという示唆はない。今回の焦点は、まず①利上げの幅がどの程度になるか(市場予想の大半は50bp、一部に75bp)、②声明において今後の利上げペースと利上げ終了についてどれほど踏み込んだ言及があるか、の2つになるだろう。もちろん、単月のインフレ鈍化で中銀が明確に見通しを示す可能性は低い。しかし、過去(2013-15)の利上げ局面と同様、今回も大幅な利上げに伴い経済活動の鈍化が見られている。中国の景気鈍化の影響も今後強まるとなると、何等かの方針を示す可能性は否定できない。そうなれば、レアルにはサポート要因視されることもあり得る。

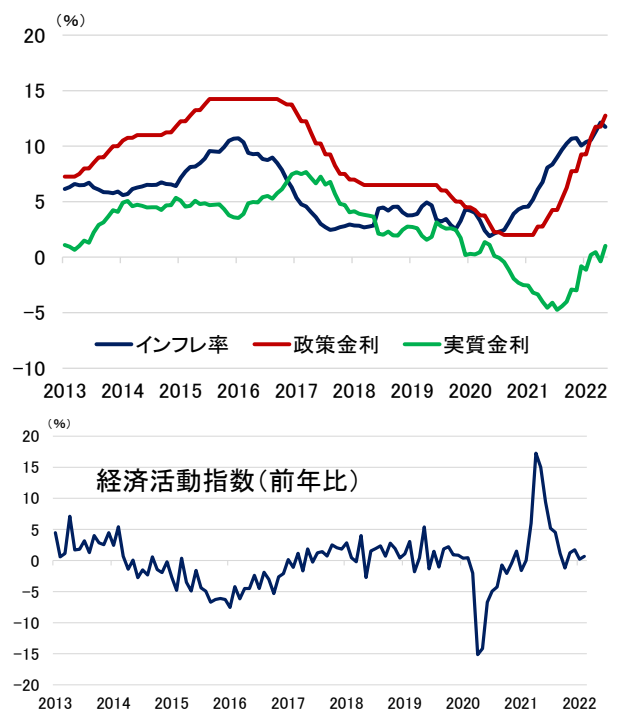
ただ、中銀がそうした配慮を見せたとしても、足下のブラジルでは10月の大統領選に向けて、先行き不安が強い。足下、左派で知られるルラ元大統領の支持率が高まっている。5月25-26日の世論調査では、ルラ氏とボルソナロ大統領の支持率格差が拡大(図表3)。ルラ氏の所属する労働者党(PT)は過度に労働者を保護する労働法を修正した2017年の労働改革の撤廃と債務上限の廃止を掲げており、ルラ氏が当選すれば再び財政リスクが強意識される公算だ。ブラジルレアルには中期的に下押し圧力が掛かると考えられる。

■ 図表1: ブラジルレアルチャート



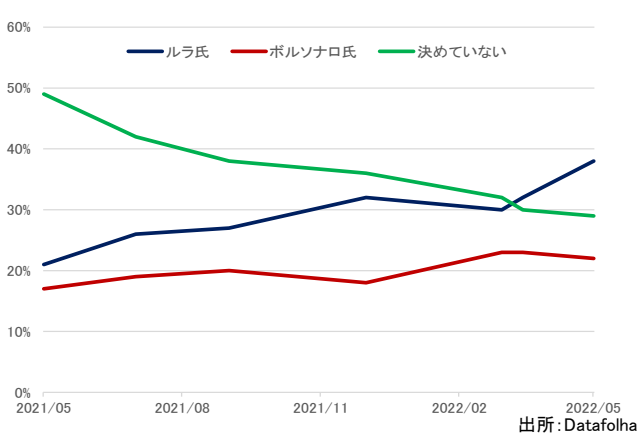
出所: Bloomberg

■ 図表2: ブラジルの政策金利とインフレ率、経済活動



※経済活動指数はストの影響で2月まで
 出所: ブラジル地理統計院、ブラジル中銀

■ 図表3: 大統領選決選投票ではどちらに投票?



出所: Datafolha

ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



尾河 真樹 (おがわ まき)
執行役員 兼 金融市場調査部長
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『〈新版〉本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ(2018年朝日新聞出版社)』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



菅野 雅明 (かんの まさあき)
金融市場調査部
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



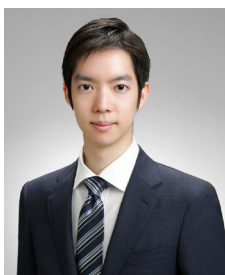
石川 久美子 (いしかわ くみこ)
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)
金融市場調査部 担当部長
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎 (もりもと じゅんたろう)
金融市場調査部 アナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



宮嶋 貴之 (みやじま たかゆき)
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所に入社。エコノミストとしてアジア・日本経済、不動産・五輪・観光等を担当。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

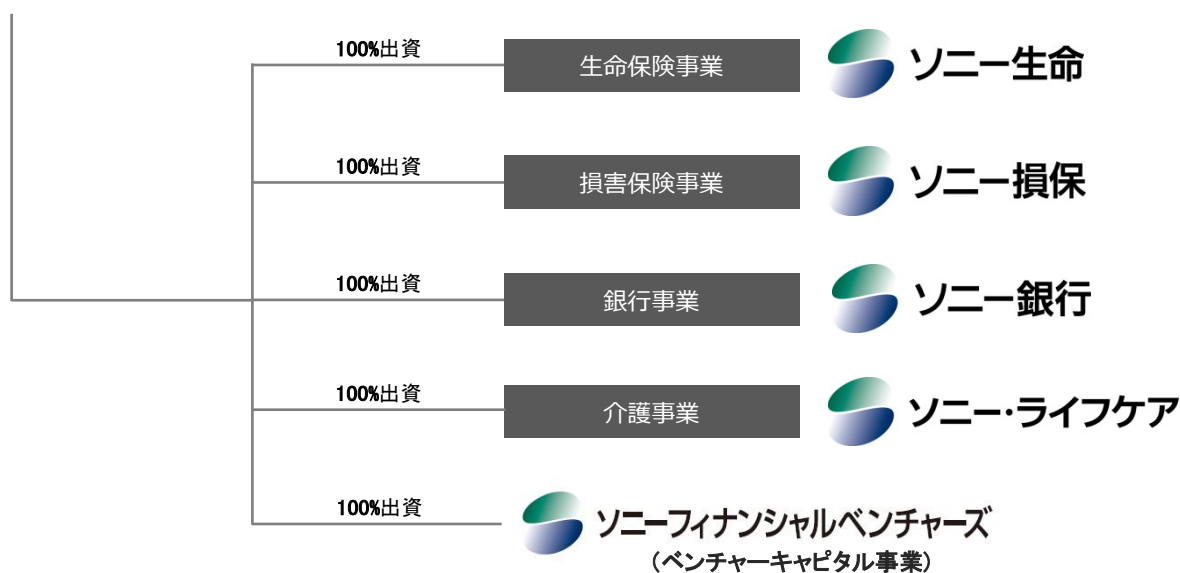
本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様に提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfg.co.jp>